CASH
Suplemento económico de
Página/12
Domingo 6 de diciembre de 1992 - Año 3 - Nº 137

TRANSPORTE: Soldati/Techint/Nova/Morgan/Petronas
TRACTEBELL/IBERDROLA/BEMBERG
MACRI/ITALGAS
MACRI/ITALGAS
BUNGE & BORN/ CAMUZZI
TRANSPORTE: Pérez Companc/Citibank/Enron/APDT
BUNGE & BORN/ CAMUZZI

COMO SE PRIVATIZO LA SEGUNDA EMPRESA DEL PAIS

ESCAPE DE GAS

La venta de Gas del Estado le redituará al Gobierno ingresos en efectivo por 900 millones de dólares, y el rescate de títulos de la deuda por unos 3500 millones. La operación profundizará el proceso de concentración económica en un puñado de grandes grupos y bancos extranjeros.

LOS RESULTADOS

Compañía y % a vender	Cantidad de clientes	Adjudicatario	A Precio en efectivo	B Títulos (*)	C Pasivos transferidos y otros pagos	Valor implícito de activos (**)
			(en millones de dólares)			
Trans. Sur (70)	—	Enron-Pérez Companc-Citi-APDT	305	256,2	409	1210,7
Trans. Norte (70)	—	Novacorp-Petronas-Soldati-Techint-Morgan y otros	66	182,2	76	430,6
Distrib. Metropolit. (70) (***)	1.707.000	(?) (British Gas-P.Companc-Astra-Acindar)	106	291,3	177	744,5
Distrib. Bs.As. Norte (70) (***)	870.900	(?) (Gas Natural-Soldati)	61	252,1	111	558,2
Distrib. Pampeana (70)	588.200	Camuzzi-Bunge & Born	18	217,4	55	391,3
Distrib. Litoral (90)	260.000	Tractebell-Iberdrola-Bemberg	27	89,8	44	173,6
Distrib. Centro (90)	216.000	Macri-Italgas	25	120,0	39	200,1
Distrib. Cuyana (60)	190.000	Macri-Italgas	26	96,0	8	211,3
Distrib. Noroeste (90) (***)	182.000	(?)	22	62,0	12	105,4
Distrib. Sur (90)	240.000	Camuzzi-Bunge & Born	24	134,0	16	191,6
TOTAL			680	1700,8	947	4217,3

(*) El monto de títulos es en valor efectivo. *Los títulos de la deuda interna y externa que rescata el Gobierno suman a valor nominal 3580 millones.*
(**) Surge de sumar los montos de las columnas A y B y dividirlas por el porcentaje de acciones que se venden, a lo que se suma la cifra de la columna C.
(***) Se supone que en la segunda ronda se igualan las ofertas más altas que se presentaron en la primera pero que no fueron válidas porque el consorcio Camuzzi-B&B se adjudicó otras dos.

(Por Marcelo Zlotogwiazda) La mitad de abajo del país, incluida como es lógico la pampa húmeda, será abastecida de gas por un consorcio en el que participa Bunge & Born. Los gasoductos troncales del norte quedaron en manos de Pérez Companc y el Citibank, y los del sur pasarán al patrimonio de Soldati, Techint y el Banco J. P. Morgan. El grupo Macri distribuirá el gas en Córdoba, Mendoza, San Luis, San Juan, La Rioja y Catamarca, y los Bemberg en todo Santa Fe. Y aunque todavía no está definido, pocas dudas caben de que el negocio en la Capital Federal será para Pérez Companc y Astra, y de que la distribución en la zona norte bonaerense estará a cargo de Soldati. Como se ve, la privatización de la segunda empresa del país no fue una excepción a la regla en un proceso que desde un principio favoreció la concentración económica en un puñado de grandes holdings y de bancos acreedores. Más allá de esas cuestiones, el resultado parcial de la venta de Gas del Estado no provocó más que alegría en el Gobierno: las estimaciones indican que la transferencia de esos activos le reportará a Cavallo un ingreso en cash de 897 millones de dólares, la liberación de pasivos por 680 millones, y el rescate de deuda interna y externa por alrededor de 3600 millones de dólares.

LOS NUMEROS

La satisfacción de los privatizadores quedó en evidencia en la madrugada del jueves, cuando al finalizar el bingo de la apertura de ofertas comenzó a circular champagne entre el interventor de Gas del Estado, José Estenssoro; el secretario de Energía, Carlos Bastos, y el técnico que comandó toda la operación, Patricio Perkins.

Decían estar eufóricos por dos razones. La primera, objetivamente cierta, es que lograron convocar un apreciable número de operadores extranjeros (cada consorcio estaba obligado a incluir uno) y que para cada una de las diez empresas en que se dividió a la sociedad estatal se presentaron como mínimo dos ofertas sobre un total de cincuenta.

El segundo motivo es por lo menos dudoso. Tal como se observa en el cuadro, de concretarse las expectativas sobre lo que ocurrirá en el ballotage con las zonas de distribución Metropolitana, Buenos Aires Norte y Noroeste, el Gobierno recaudará 897 millones en efectivo y títulos de la deuda externa por 1700 millones a valor efectivo (equivalentes a unos 3600 a valor facial). Sumadas, las dos cifras superan con cierta holgura los 2000 millones que, sin demasiada precisión, habían declarado públicamente como expectativa. Sin embargo, el monto de ingresos que preveía el equipo de Cavallo oscilaba en torno de los 3000 millones. Quienes están más o menos empapados de las cuentas sobre la rentabilidad de las grandes empresas energéticas que se están vendiendo aseguran que ya es una constante que el Gobierno genere a priori pocas expectativas como una estrategia para magnificar los resultados conseguidos. A propósito opinan que a pesar de que Estenssoro no se cansa de afirmar que el valor de YPF es de 8000 millones de dólares, el verdadero es 12.000.

De todos modos, el resultado no parece nada despreciable si, por ejemplo, se lo compara con lo que obtuvo el Gobierno por ENTel, por lejos una empresa potencialmente mucho más rentable que Gas del Estado. La explicación no es otra que a dos años vista de aquel bautismo

¿POR QUE NO LOS "CLUBES"?

No ganó ninguna de las varias cooperativas que se interesaron en la privatización de Gas del Estado. El autor sostiene que se debió a que las reglas de juego que fijó el Gobierno privilegiaron los criterios de caja y la concentración económica.

(Por Jorge A. Gaggero*) Dice un viejo proverbio inglés que un negocio duradero entre dos personas, en el que están en juego dos libras esterlinas, es el que asigna una libra a cada parte.

La privatización del negocio del gas está culminando en la Argentina siguiendo las reglas del modelo sajón —contrapuestas a la tradición franco-prusiana de integración vertical de la actividad gasífera, con fuerte hegemonía estatal— pero sin respetar los sabios consejos británicos para el armado de negocios sólidos y estables.

El clima imperante el miércoles al cierre del acto de apertura de las ofertas fue fiel expresión del desbalance en el reparto de negocios resultante. El público quedó claramente dividido en dos: los eufóricos representantes de bancos, petroleras, empresas (¿ex?) contratistas y operadores extranjeros integrantes de los consorcios agraciados, festejaban junto con los del Gobierno, por un lado, y, por el otro, los dirigentes de federaciones de empresas cooperativas prestadoras de servicios públicos en las provincias de Buenos Aires, La Pampa, Santa Fe y patagónicas, que quedaron —por el momento— excluidas del negocio de distribución de gas en las áreas Pampeana, Sur y Litoral. La ausencia de participación cooperativa en los consorcios ganadores supone la no incorporación de representantes de los usuarios en las sociedades concesionarias.

En los casos de las áreas Pampeana y Sur, las empresas cooperativas —la mayor parte de ellas eléctricas, cuyos socios son a la vez usuarios de los servicios que prestan— lograron integrar consorcios que quedaron ubicados en segundo término. En otros casos, no les fue posible convencer a operadores europeos sólidos, uno de ellos alemán, que mostraban grandes dudas sobre la conveniencia de concursar por gas en la Argentina.

Las federaciones de cooperativas interesadas (agrupadas con el nombre de MEPACO en el Sur, y FEDECOBA, FESCOE y FEPAMCO, en Buenos Aires, Santa Fe y La Pampa) reúnen a varios cientos de empresas con más de dos millones de asociados-usuarios en una vasta cobertura territorial. A conciencia, encararon el desafío de participar, a pesar de la ausencia total de estímulos a nivel de los responsables del proceso de privatización y de unas reglas del juego que —como en las licitaciones anteriores— privilegiaron la caja fiscal y el plazo perentorio impuesto al más alto nivel. Las cooperativas —empresas privadas que no concentran lucros, y están estatutariamente obligadas a trabajar y capitalizarse en beneficio de su masa societaria— tomaron sus decisiones en asambleas de socios, organizaron comités de gestión y sumaron asistencia profesional especializada, para encarar el tema del gas con seriedad técnica e institucional.

Los objetivos perseguidos por las cooperativas con su participación en las licitaciones de distribución de gas son múltiples.

- Expandir sus prestaciones a asociados —su razón de ser— de modo económico y con la mayor cobertura geográfica y social.
- Ganar eficiencia distribuyendo costos fijos entre un volumen mayor de actividad, con la consiguiente posibilidad de transferir los beneficios resultantes a los usuarios.
- Vigilar, en tanto socias de la empresa concesionaria y, por lo tanto, con acceso a la información de la empresa, el cumplimiento de las obligaciones para con los consumidores, operando como "síndicos" de los mismos y complementando —de este modo— las tareas propias del ente regulador.

El modo imaginado para cumplir estas tareas fue el de acceder en las áreas de interés a una porción accionaria de alguna relevancia (no menos del 10 por ciento en el caso de las áreas más grandes y onerosas), con derecho a designar un director en la sociedad inversora controlante de la concesionaria y un síndico, como mínimo, en esta última. Se aspira, a la vez, a prestar los servicios de "subdistribución" de gas en las localidades donde ya se presta el eléctrico, por convenio con la sociedad concesionaria, la cual se beneficiaría con una densa trama de prestadores experimentados en la operación de redes. En la Patagonia y La Pampa, las cooperativas son prestadoras casi excluyentes (no ha llegado hasta allí el largo brazo de las ex empresas públicas) y en Buenos Aires tienen a su cargo el 50 por ciento del mercado domiciliario eléctrico, además de muchos otros servicios.

¿Cuáles fueron las reglas del juego que les están cerrando el camino? La propia normativa privatizadora, en primer lugar. La llamada Ley de Reforma del Estado (Ley Dromi) apuntó originalmente a concesionar Gas del Estado y le asignó prioridad a las cooperativas como posibles prestadoras, contemplando también para ellas el acceso a la propiedad participada. Estas primitivas promesas —en la práctica un "gancho" político para lograr la aprobación de la ley en el Congreso y ablandar a la opinión pública— terminaron en algo muy distinto: venta de activos en vez de concesión —opción que privilegia el patrimonio del interesado antes que su experiencia, aptitud y vocación para prestar un buen servicio— y eliminación de toda preferencia al sector cooperativo.

En segundo término, las reglas del juego del propio proceso licitatorio y el endurecimiento de las condiciones financieras locales e internacionales no estimularon ni la concurrencia de un alto número de oferentes ni la conformación de consorcios "pluralistas". Todo lo contrario, la concentración continúa siendo el "signo de los tiempos" en las privatizaciones argentinas. Lo importante para el éxito, en gas, parece haber sido tener patrimonio, acceso a fuentes baratas de financiamiento internacional y, además, probada capacidad de aproximación a los ámbitos decisivos, acreditada en licitaciones previas, y/o público compromiso con el modelo en curso, antes que efectivo prestigio internacional en la operación de negocios como el concursado o buen nombre nacional en la gestión de negocios vinculados con el Estado.

Estas son señales muy preocupantes que, en tanto no sean revertidas, plantean graves interrogantes respecto de nuestro futuro económico y social. En el mundo de hoy se destacan las sociedades participativas, donde impera cierto pluralismo económico. Este es el modelo que defendió el universalmente alabado Gorbachov a su paso por Buenos Aires, cuando rescató la convergencia de empresa privada, cooperativas y Estado como clave necesaria para un futuro mejor. El crudo contrapunto lo ofreció el directivo de un banco local ganador en gas Roque Maccarone, del Río, a propósito de otra inmensa licitación en curso: "Si permitimos que entren las entidades sin fines de lucro, participarán hasta los clubes de futbol" (*Clarín*, 29/11, pág. 22).

* *Economista*

de fuego, el riesgo para los inversores (y consecuentemente la tasa de ganancia o de descuento con la que evalúan el negocio) ha disminuido. De eso surge una inevitable pregunta: ¿cuánto más se hubiera recaudado por ENTel de no haber mediado tanto apuro? Interrogante al que seguramente el Gobierno respondería con otra pregunta: ¿hubiese sido políticamente posible imponer el modelo en vigencia sin ofrecerles desde un principio a los grandes grupos alguna de las joyas de la abuela?

GANADORES Y PERDEDORES

"Nos vamos a tirar con todo a quedarnos con Buenos Aires Norte", dijo a CASH una fuente del grupo Soldati. Tanta decisión tiene su motivo. A pesar de ser uno de los claros triunfadores como parte del consorcio que se alzó con la transportadora del norte y del que participa Techint, la gente de la Compañía General de Combustibles aspira a mucho más, con el explícito objetivo de terminar de conformar una estructura productiva integrada. También en sociedad con Techint (y la australiana Ampolex) la semana pasada Soldati se había adjudicado el área gasífera Aguaragüe de la cuenca noroeste, de donde sacará el combustible para alimentar la central eléctrica Güemes en Salta que también ganaron (en sociedad con Duke). Ahora que tienen el transporte de gas desde el norte, nada mejor para cerrar un perfecto círculo que adueñarse de la Distribuidora Buenos Aires Norte. No es casual que el consorcio entre Soldati y los españoles de Gas Natural aparezca como favorito para esa zona que terminará de definirse el miércoles que viene en segunda ronda o, a lo sumo, el día 16. Y tampoco debería llamar la atención que se les sume Techint.

Otro de los nítidos ganadores es Pérez Companc, que se quedó con la más jugosa de las diez compañías y que, por un razonamiento similar al anterior se perfila como primer candidato para el área metropolitana: tendrían el gas de Neuquén, controlarían el gasoducto Neuba y venderían el gas en la Capital Federal.

En la lista de ganadores también figura Bunge & Born, que ya había debutado tímidamente en las privatizaciones (Petroquímica Río Tercero, silos) pero sin alcanzar la magnitud del miércoles anterior en compañía de los italianos Camuzzi-Gazometri; el grupo Macri, que en sociedad con Italgas se adjudicó dos zonas contiguas; y, para variar, los bancos acreedores que —hasta ahora— dieron el presente en las dos transportadoras con el Citibank, el J.P. Morgan, y los que integran la APDT.

Pero también hubo perdedores. Por empezar, Bridas, cuyo consorcio quedó tercero para la transportadora Norte, y ni siquiera pudo ofertar para distribución porque a último momento se le cayó el operador (la Azienda de Milán). Algo similar le ocurrió a Benito Roggio con la estadounidense Lone Star: sus directivos deben estar añorando los tiempos de José Roberto Dromi, cuando aparecían como el caballo del comisario en el esquema de "iniciativas privadas" que luego fue dejado de lado por esta licitación. También quedó afuera Pluspetrol, uno de los pesos pesado de gas que al igual que otros aspiraba a integrar la producción del norte con la propiedad de un gasoducto.



Alejandro Amdan

Patricio Perkins (de espaldas) se quiere abrazar con Estenssoro con los secretarios Bastos, García y Sánchez Arnau, y con el subinterventor Miguel Marizza.

GAS

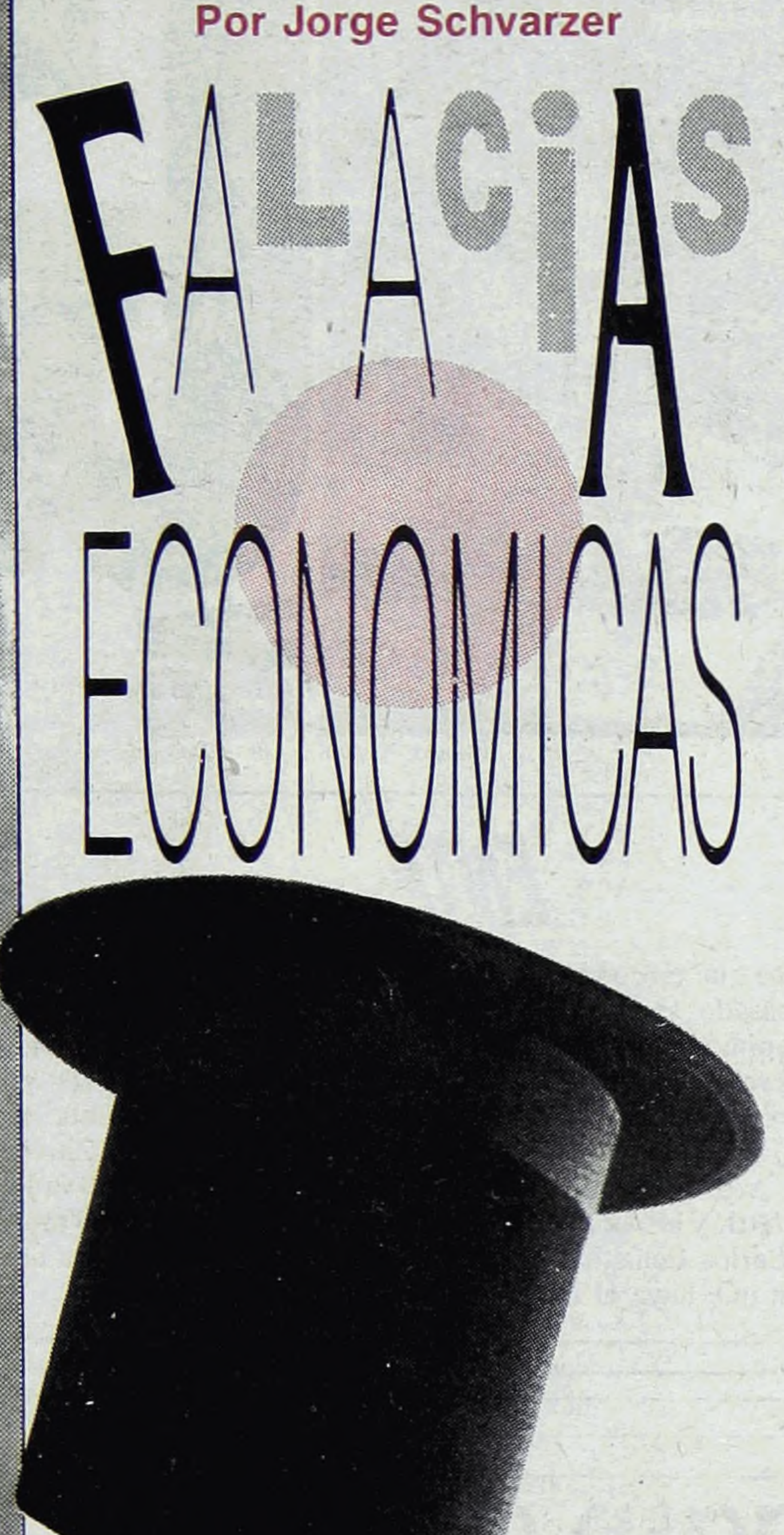


ENTE

En el folleto que el Comité de Privatización repartió al periodismo el miércoles pasado, se podía leer que "el Congreso, por ley, debe omitir (sic) una opinión al respecto". El furcio de escribir omitir en lugar de emitir tal vez obedezca al temor que hay en el Ejecutivo de que los legisladores no acepten la integración del directorio del Ente Regulador de Gas que propuso el Gobierno: el cavallista Raúl García, el consultor Arturo Franicevich, el constitucionalista conservador Eduardo Pigretti, y los ex funcionarios de dictaduras militares Tomás Donovan y Carlos Benaglia. Desde el Congreso se ha desatado una ofensiva para que haya al menos un peronista y un radical.

JUBILARSE EN LAS CALENDAS GRIEGAS

Por Jorge Schvarzer



(Por Jorge Schvarzer) El paso del sistema de reparto para las jubilaciones (en el cual los actuales aportantes pagan el haber de los mayores a la espera de que otros aporten por ellos en el futuro) a un sistema de capitalización (en el que cada uno ahorra para su propio porvenir) implica dos temas fundamentales: el problema de la transición (¿quién paga a los mayores en el ínterin?) y el de la relación entre el presente y el futuro que se define por la tasa de interés.

El primer problema exige aportes de otras fuentes. Abonar los haberes de los jubilados actuales (que no podrán contar con el aporte de los trabajadores) demanda recurrir al gasto público durante varias décadas más (si los retirados logran seguir viviendo con los ingresos de que disponen). Es decir que este cambio de sistema se contradice, en el largo plazo, y con la necesidad de ajustar el presupuesto.

El segundo punto plantea una cuestión no menos difícil. La jubilación que recibirá cada miembro del nuevo sistema es muy sensible a la tasa de interés que va a regir en sus años de aporte. Suponiendo un salario constante a lo largo de su vida (hipótesis de mínima que reduce el problema posterior), con una tasa real de 3,5 por ciento anual debería aportar el 13,6 por ciento de sus ingresos para percibir el 70 por ciento de los mismos a los 65 años; pero, si la tasa baja al 3 por ciento, tendría que aportar 16,2 por ciento y mucho más todavía si baja al 2 por ciento. Este último valor, sin embargo, supera el promedio de la tasa de interés real vigente todo el siglo XX en el mercado internacional de capitales.

Las conclusiones anteriores surgen de un estudio publicado por el actual presidente del Banco Central, Roque Fernández, en la revista *Desarrollo Económico* (N° 76, 1980), cuando no era funcionario. Según ese análisis, pese a que la cuestión se presenta como urgente, sólo resolveremos el gasto fiscal por dicha causa para las Calendas griegas. Es decir, casi al mismo tiempo en que el Estado deberá intervenir nuevamente para atender los reclamos de quienes pretendan jubilarse por el sistema de capitalización y descubran, desilusionados, que la tasa de interés no fue la imaginada. Y sus haberes, tampoco. No importa. Para ese entonces, los responsables de las decisiones actuales ya estarán muertos, como habría dicho Keynes, que de esas cosas sabía algo.

LA DI
DESC

FIEL es la institución más
actividad. Sus datos in
descender a partir
optimistas que pesimistas re
embargo, uno de sus econor

(Por Abel Viglione*) ¿Hay correspondencia entre la caída de ventas y aumento de los stocks? Normalmente sí, pero... últimamente no coinciden. Probablemente sea un problema de muestreo.

Le propongo un ejercicio simple al lector. Si usted tiene un grupo de veinte amigos y se encuentra con dos de ellos que perdieron su trabajo la semana pasada, por lo cual no se encuentran anímicamente bien, ¿puede usted afirmar que todos sus amigos se hallan en igual situación? Seguramente no; la muestra (sus dos amigos) no es correcta, por lo tanto no puede extrapolar a la población (todos sus amigos). Es simplemente un problema estadístico.

¿A qué viene todo esto? Las estadísticas que releva FIEL sobre tendencia de la demanda y nivel de stocks deseados de la industria manufacturera no parecen indicar, hasta el presente, una fuerte caída de la demanda y un aumento del nivel de stocks.

Con respecto a la demanda, las estadísticas reflejan que con posterioridad a la explosión de la demanda del segundo semestre de 1991 y a los muy elevados niveles de los primeros cinco meses de 1992, la misma ha comenzado a descender lentamente a partir de junio próximo pasado. Las encuestas de octubre —últimas disponibles— nos muestran que para el promedio de la industria el 8 por ciento considera a la demanda "alentadora", el 72 por ciento "normal" y el 20 por ciento restante estima que es "desalentadora". De esta forma el saldo de respuestas, que surge de la diferencia entre los "optimistas" y "pesimistas", nos indica que, para el promedio, la demanda resulta desalentadora en un 12 por ciento.

Claramente han disminuido los que consideraban a la demanda alentadora, pasando a considerarla normal, pero no han aumentado en el trimestre agosto-octubre los que la consideran desalentadora. Esta situación no es pareja para los subsectores que componen la industria. Los productores de bienes intermedios y parcialmente los de capital son los que han resultado más perjudicados por la caída de la demanda. Asimismo, no todos los productores de bienes intermedios han tenido igual comportamiento; los productores de cemento han enfrentado una demanda alentadora.

EN EL BOLSILLO

El changuito no da tregua

La famosa Doña Rosa recorrió por enésima vez, changuito en manos, las góndolas del supermercado. Estuvo a punto de buscarse un psicólogo que le dijese que no estaba loca, pero finalmente se conformó, cargó lo que llevaba anotado en la lista y partió rumbo al hogar. Allí, ticket en mano, se sentó en la cocina a hacer cuentas comparando con boletas de otros tiempos que guarda prolijamente en un frasco vacío de mayonesa.

La radio encendida, con varios funcionarios que simultáneamente hablaban de la muerte de la inflación y de que los salarios aumentan por productividad y no se indexan, no la distrajo. De la punta de su lápiz surgió que la leche, desde los albores de la Convertibilidad al día de hoy, aumentó 38,5 por ciento. "El michino tendrá que conformarse con el bofe", pensó. Claro que también le dejaría de dar arroz: desde julio del año pasado lleva acumulado un 77 por ciento de incremento. Ella aportará su menor consumo de pan lactal (27,6 por ciento de aumento) y de aceite (29,5 por ciento).

Después se concentró en los precios respecto de agosto. Allí descubrió que el ranking de aumentos estaba encabezado por el detergente y la mayonesa, mientras que el papel higiénico y el arroz no tenían cambios.

Lo que más la confundió fue la errática conducta de algunos precios. El detergente, por ejemplo, lo pagaba $ 1,15 en julio del '91, en febrero del '92 había bajado a 1,12, en agosto a 1,09 y hoy estaba a 1,23. "Cosas del mercado", reflexionó.

Casi al borde del infarto, por sorpresa descubrió que el papel higiénico había bajado desde julio del año pasado, y no aumentó respecto de agosto último. Buscó otros casos de bajas. Sólo pudo encontrar el del café, si lo comparaba con agosto.

En ese momento volvió a prestar atención a la radio, que anunciaba que los precios mayoristas en noviembre habían bajado. "Claro —se dijo—, pero eso es la temperatura. Y yo en el changuito siento otra cosa, más bien la sensación térmica." Y corrió a buscarse un chal.



Góndolas históricas

	Precio Dic '92	Variación respecto de Ag '92	Variación respecto de Jul '91
Leche La Serenísima, cartón rojo, 1 litro	$ 0,72	10,8 %	38,5 %
Papel higiénico Higienol, por 4	$ 1,39	0,0 %	-0,1 %
Arroz Doble Gallo, 1 kg.	$ 2,32	0,0 %	77,1 %
Salchichas Vienísimas, por 6	$ 1,04	5,1 %	0,0 %
Pan lactal Fargo grande	$ 1,57	3,6 %	27,6 %
Detergente Cierto, 1 l.	$ 1,23	12,8 %	7,0 %
Café La Morenita, 500 gr.	$ 2,42	-0,1 %	3,4 %
Aceite Cocinero 1 l.	$ 1,23	0,1 %	29,5 %
Jabón Ala, 800 gr.	$ 2,14	0,1 %	7,5 %
Mayonesa Gourmet, 350 gr.	$ 1,24	11,7 %	17,0 %

Nota: En todos los casos, los precios considerados son promedio de los de venta al público en los supermercados Norte y Disco.

PENSAR LA EXCLUSI

(Por Marcelo Matellanes) Casi a la manera de regalo de fin de año y levantando decididamente el promedio de las novedades editoriales del año que acaba, el trío UNICEF-CIEPP-Losada lanza al mercado *La modernización excluyente*. Con el subtítulo de "Transformación económica y estado de bienestar en la Argentina", y escrito por los investigadores Alberto C. Barbeito y Rubén M. Lo Vuolo, reconocidos especialistas en políticas públicas, esta obra levanta la mira respecto del debate local en materia de impactos sociales del modelo económico en curso.

Los autores tratan de explicar la degradación de las instituciones características del "Estado de bienestar" indagando en las deficiencias del modelo populista-desarrollista de acumulación y en las del actual modelo neoliberal-conservador. Un aspecto no menor de esta investigación lo constituye la necesaria correlación entre degradación institucional y desintegración progresiva del conjunto de la sociedad. Todo ello acompañado de una fuerte y fundamentada crítica a la "desregulación normativa de las instituciones públicas en favor de la regulación automática de las fuerzas del mercado".

Barbeito y Lo Vuolo intentan complejizar los esquemas interpretativos de las crisis en la Argentina remitiéndolos a un modelo de crisis global del sistema social y colocando esta perspectiva como superadora del tan frecuente reduccionismo economicista. Con respecto a los actuales discursos en materia de *reformas*, los autores interrogan: ¿qué es lo que en realidad ha cambiado y qué permanece vigente?

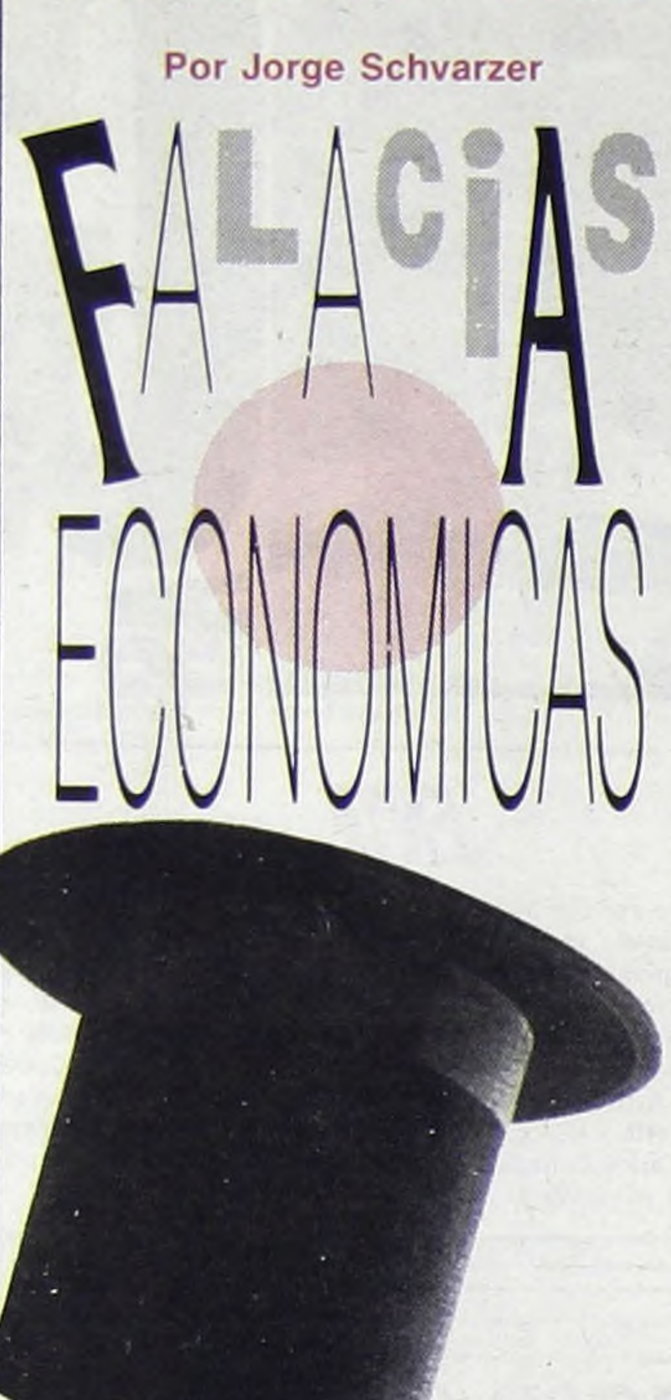
Desde un punto de vista teórico, la artillería argumental se dirige a la crítica de las concepciones ingenuas en materia de desarrollo económico y, sobre todo, a la descalificación de las tesis "dualistas" que suponen que el crecimiento de los sectores "modernos" arrastra ineludiblemente detrás suyo al conjunto de sectores "atrasados". Esta ingenuidad oculta, según los autores, la distribución del poder social implícita en el actual modelo y generadora de crecientes niveles de desagregación social. Otra importante crítica teórica la constituye el hecho de que las privatizaciones sean evaluadas en términos estáticos de asignación de recursos, obviando los impactos sociales derivados de la concentración de la propiedad y del poder económico que están generando.

Citando a Hugo Nochteff, los autores denuncian "la no percepción de que muchas de las limitaciones de las políticas macroeconómicas provienen de la estructura y el desempeño económico y tecnológico de los sectores productivos (...) especialmente de las grandes firmas y conglomerados empresariales". Como se ve, una lectura nada ligera, pero imprescindible para salir del próximo verano conociéndonos un poco más.



JUBILARSE EN LAS CALENDAS GRIEGAS

Por Jorge Schvarzer



(Por Jorge Schvarzer) El paso del sistema de reparto para las jubilaciones (en el cual los actuales aportantes pagan el haber de los mayores a la espera de que otros aporten por ellos en el futuro) a un sistema de capitalización (en el que cada uno ahorra para su propio porvenir) implica dos temas fundamentales: el problema de la transición (¿quién paga a los mayores en el ínterin?) y el de la relación entre el presente y el futuro que se define por la tasa de interés.

El primer problema exige aportes de otras fuentes. Abonar los haberes de los jubilados actuales (que no podrán contar con el aporte de los trabajadores) demanda recurrir al gasto público durante varias décadas más (si los retirados logran seguir viviendo con los ingresos de que disponen). Es decir que este cambio de sistema se contradice, en el largo plazo, y con la necesidad de ajustar el presupuesto.

El segundo punto plantea una cuestión no menos difícil. La jubilación que recibirá cada miembro del nuevo sistema es muy sensible a la tasa de interés que va a regir en sus años de aporte. Suponiendo un salario constante a lo largo de su vida (hipótesis de mínima que reduce el problema posterior), con una tasa real de 3,5 por ciento anual debería aportar el 13,6 por ciento de sus ingresos para percibir el 70 por ciento de los mismos a los 65 años; pero, si la tasa baja al 3 por ciento, tendría que aportar 16,2 por ciento y mucho más todavía si baja al 2 por ciento. Este último valor, sin embargo, supera el promedio de la tasa de interés real vigente todo el siglo XX en el mercado internacional de capitales.

Las conclusiones anteriores surgen de un estudio publicado por el actual presidente del Banco Central, Roque Fernández, en la revista *Desarrollo Económico* (Nº 76, 1980), cuando no era funcionario. Según ese análisis, pese a que la cuestión se presenta como urgente, sólo resolveremos el gasto fiscal por dicha causa para las Calendas griegas. Es decir, casi al mismo tiempo en que el Estado deberá intervenir nuevamente para atender los reclamos de quienes pretendan jubilarse por el sistema de capitalización y descubran, desilusionados, que la tasa de interés no fue la imaginada. Y sus haberes, tampoco. No importa. Para ese entonces, los responsables de las decisiones actuales ya estarán muertos, como habría dicho Keynes, que de esas cosas sabía algo.

LA DIMENSION DESCONOCIDA

FIEL es la institución más reputada en encuestas sobre el nivel de actividad. Sus datos indican que la demanda ha comenzado a descender a partir de junio, y que ya hay más empresarios optimistas que pesimistas respecto de la evolución de las ventas. Sin embargo, uno de sus economistas considera que el sector industrial no ha entrado en un proceso recesivo.

(Por Abel Viglione)* ¿Hay correspondencia entre la caída de ventas y aumento de los stocks? Normalmente sí, pero... últimamente no coinciden. Probablemente sea un problema de muestreo.

Le propongo un ejercicio simple al lector. Si usted tiene un grupo de veinte amigos y se encuentra con dos de ellos que perdieron su trabajo la semana pasada, por lo cual no se encuentran anímicamente bien, ¿puede usted afirmar que todos sus amigos se hallan en igual situación? Seguramente no; la muestra (sus dos amigos) no es correcta, por lo tanto no puede extrapolar a la población (todos sus amigos). Es simplemente un problema estadístico.

¿A qué viene todo esto? Las estadísticas que releva FIEL sobre tendencia de la demanda y nivel de stocks deseados de la industria manufacturera no parecen indicar, hasta el presente, una fuerte caída de la demanda y un aumento del nivel de stocks.

Con respecto a la demanda, las estadísticas reflejan que con posterioridad a la explosión de la demanda del segundo semestre de 1991 y a los muy elevados niveles de los primeros cinco meses de 1992, la misma ha comenzado a descender lentamente a partir de junio próximo pasado. Las encuestas de octubre —últimas disponibles— nos muestran que para el promedio de la industria el 8 por ciento considera a la demanda "alentadora", el 72 por ciento "normal" y el 20 por ciento restante estima que es "desalentadora". De esta forma el saldo de respuestas, que surge de la diferencia entre los "optimistas" y "pesimistas", nos indica que, para el promedio, la demanda resulta desalentadora en un 12 por ciento.

Claramente han disminuido los que consideraban a la demanda alentadora, pasando a considerarla normal, pero no han aumentado en el trimestre agosto-octubre los que la consideran desalentadora. Esta situación no es pareja para los subsectores que componen la industria. Los productores de bienes intermedios y parcialmente los de capital son los que han resultado más perjudicados por la caída de la demanda. Asimismo, no todos los productores de bienes intermedios han tenido igual comportamiento; los productores de cemento han enfrentado una demanda alentadora.

En este momento el lector se estará preguntando: si la producción no ha caído y la demanda viene cayendo, ¿toda la mayor producción deberá estar incrementando los stocks? El gráfico que acompaña estas líneas nos ayudará a responder la pregunta. En él se pueden apreciar, para el promedio de la industria, el resultado de los que consideran a los stocks elevados, normales y bajos, a la vez que la línea llena muestra el saldo de las respuestas.

Nótese que en los últimos cinco meses ha aumentado el porcentaje de encuestados que los consideran elevados respecto de los primeros cinco meses del año. Sin embargo, más del 80 por ciento los considera normales.

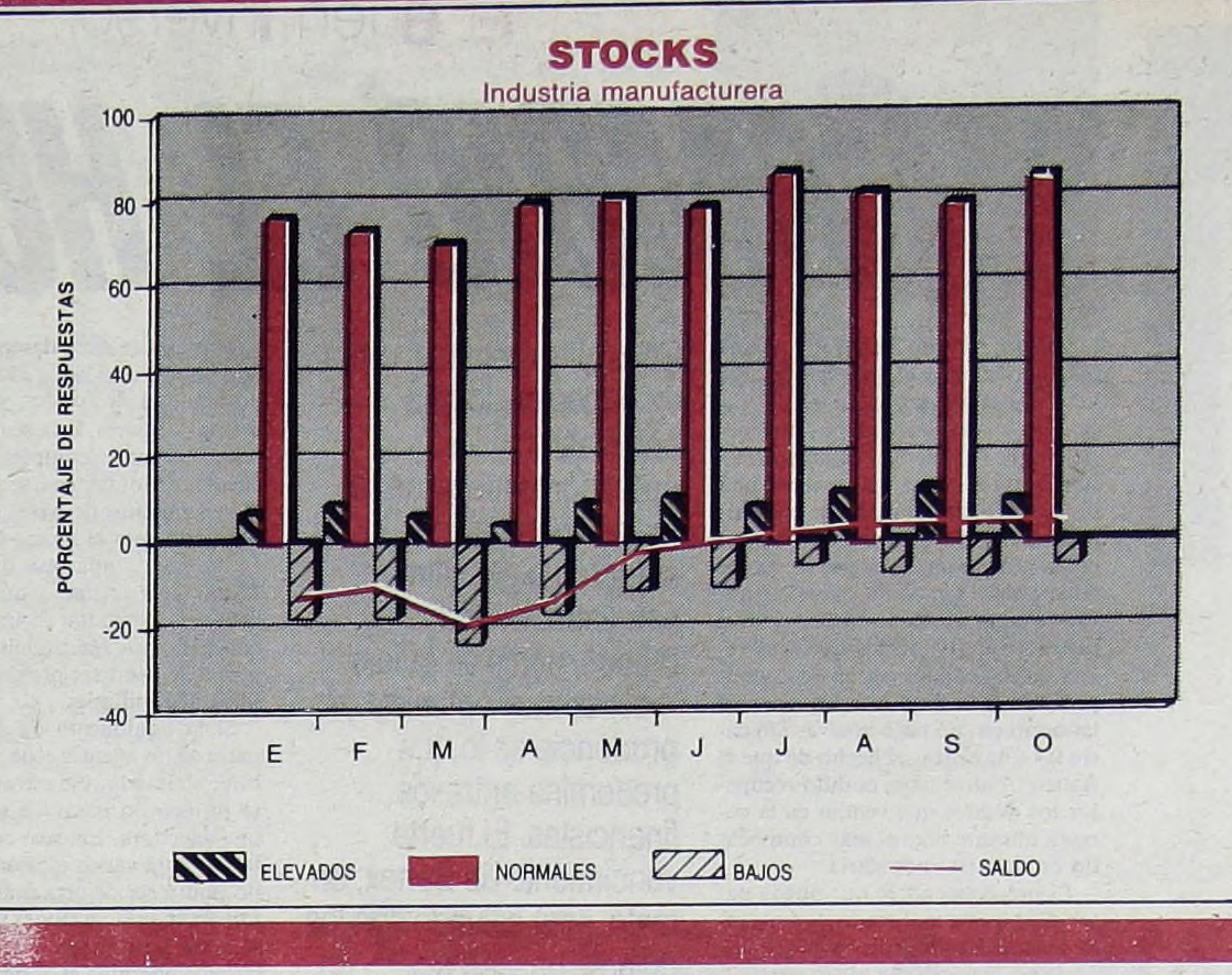
La respuesta a esta pregunta puede resultar engañosa. Por un lado, al haber existido un fuerte incremento de las ventas el nivel de stocks deseados aumenta. De producirse una recesión, gran parte de los que actualmente los consideran normales pasarán a declarar que son elevados. Por otro, la optimización de inventarios del sector mayorista determinará que el sector productor eleve sus stocks por encima de lo que él mismo considera normal. Como ambos efectos se superpondrán en un futuro, nunca podremos "dividir" cuánto corresponde a cada uno de ellos.

Nuevamente debemos afirmar que el sector productor de bienes intermedios resulta el más perjudicado por los elevados stocks. Hasta aquí, podemos extraer una conclusión: si se está hablando de recesión en el sector industrial, la misma parece circunscribirse principalmente a los productores de bienes intermedios, excluido cemento.

Intentemos responder a la pregunta que dio origen a estas líneas: ¿ha entrado el sector industrial en un proceso recesivo como marcan las distintas publicaciones? Personalmente creo que no. Estimo que se debe de haber producido una muy fuerte reducción en los márgenes de comercialización (en algunos casos con pérdidas) que afectan la rentabilidad de los distintos procesos productivos. Nos deberemos acostumbrar a obtener ganancias por volumen y no por margen, situación que nunca hemos enfrentado en este país.

Todos los planes de estabilización tienen tres etapas bien definidas: el anuncio, el equilibrio de las cuentas fiscales y el ajuste del sector privado. Todos los intentos de estabilización realizados han cumplido la primera de las etapas. Hasta el presente ninguno ha podido cumplir la segunda; el actual es el que más cerca se encuentra de poder sortearla. La tercera etapa en los anteriores planes siempre nos fue desconocida. Parecería ser que en la actualidad estamos enfrentando esa "dimensión desconocida".

* *Economista de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.*



INDUSTRIA

EN EL BOLSILLO

El changuito no da tregua

La famosa Doña Rosa recorrió por enésima vez, changuito en manos, las góndolas del supermercado. Estuvo a punto de buscarse un psicólogo que le dijese que no estaba loca, pero finalmente se conformó, cargó lo que llevaba anotado en la lista y partió rumbo al hogar. Allí, ticket en mano, se sentó en la cocina a hacer cuentas comparando con boletas de otros tiempos que guarda prolijamente en un frasco vacío de mayonesa.

La radio encendida, con varios funcionarios que simultáneamente hablaban de la muerte de la inflación y de que los salarios aumentan por productividad y no se indexan, no la distrajo. De la punta de su lápiz surgió que la leche, desde los albores de la Convertibilidad al día de hoy, aumentó 38,5 por ciento. "El michino tendrá que conformarse con el bofe", pensó. Claro que también le dejaría de dar arroz: desde julio del año pasado lleva acumulado un 77 por ciento de incremento. Ella aportará su menor consumo de pan lactal (27,6 por ciento de aumento) y de aceite (29,5 por ciento).

Después se concentró en los precios respecto de agosto. Allí descubrió que el ranking de aumentos estaba encabezado por el detergente y la mayonesa, mientras que el papel higiénico y el arroz no tenían cambios.

Lo que más la confundió fue la errática conducta de algunos precios. El detergente, por ejemplo, lo pagaba $ 1,15 en julio del '91, en febrero del '92 había bajado a 1,12, en agosto a 1,09 y hoy estaba a 1,23. "Cosas del mercado", reflexionó.

Casi al borde del infarto, por sorpresa descubrió que el papel higiénico había bajado desde julio del año pasado, y no aumentó respecto de agosto último. Buscó otros casos de bajas. Sólo pudo encontrar el del café, si lo comparaba con agosto.

En ese momento volvió a prestar atención a la radio, que anunciaba que los precios mayoristas en noviembre habían bajado. "Claro —se dijo—, pero eso es la temperatura. Y yo en el changuito siento otra cosa, más bien la sensación térmica." Y corrió a buscarse un chal.

Góndolas históricas

	Precio Dic '92	Variación respecto de Ag '92	Variación respecto de Jul '91
Leche La Serenísima, cartón rojo, 1 litro	$ 0,72	10,8 %	38,5 %
Papel higiénico Higienol, por 4	$ 1,39	0,0 %	-0,1 %
Arroz Doble Gallo, 1 kg.	$ 2,32	0,0 %	77,1 %
Salchichas Vienísimas, por 6	$ 1,04	5,1 %	0,0 %
Pan lactal Fargo grande	$ 1,57	3,6 %	27,6 %
Detergente Cierto, 1 l.	$ 1,23	12,8 %	7,0 %
Café La Morenita, 500 gr.	$ 2,42	-0,1 %	3,4 %
Aceite Cocinero 1 l.	$ 1,23	0,1 %	29,5 %
Jabón Ala, 800 gr.	$ 2,14	0,1 %	7,5 %
Mayonesa Gourmet, 350 gr.	$ 1,24	11,7 %	17,0 %

Nota: En todos los casos, los precios considerados son promedio de los de venta al público en los supermercados Norte y Disco.

PENSAR LA EXCLUSION

LIBROS

(Por Marcelo Matellanes) Casi a la manera de regalo de fin de año y levantando decididamente el promedio de las novedades editoriales del año que acaba, el trío UNICEF-CIEPP-Losada lanza al mercado *La modernización excluyente*. Con el subtítulo de "Transformación económica y estado de bienestar en la Argentina", y escrito por los investigadores Alberto C. Barbeito y Rubén M. Lo Vuolo, reconocidos especialistas en políticas públicas, esta obra levanta la mira respecto del debate local en materia de impactos sociales del modelo económico en curso.

Los autores tratan de explicar la degradación de las instituciones características del "Estado de bienestar" indagando en las deficiencias del modelo populista-desarrollista de acumulación y en las del actual modelo neoliberal-conservador. Un aspecto no menor de esta investigación lo constituye la necesaria correlación entre degradación institucional y desintegración progresiva del conjunto de la sociedad. Todo ello acompañado de una fuerte y fundamentada crítica a la "desregulación normativa de las instituciones públicas en favor de la regulación automática de las fuerzas del mercado".

Barbeito y Lo Vuolo intentan complejizar los esquemas interpretativos de las crisis en la Argentina remitiéndolos a un modelo de crisis global del sistema social y colocando esta perspectiva como superadora del tan frecuente reduccionismo economicista. Con respecto a los actuales discursos en materia de *reformas*, los autores interrogan: ¿qué es lo que en realidad ha cambiado y qué permanece vigente?

Desde un punto de vista teórico, la artillería argumental se dirige a la crítica de las concepciones ingenuas en materia de desarrollo económico y, sobre todo, a la descalificación de las tesis "dualistas" que suponen que el crecimiento de los sectores "modernos" arrastra ineludiblemente detrás suyo al conjunto de sectores "atrasados". Esta ingenuidad oculta, según los autores, la distribución del poder social implícita en el actual modelo y generadora de crecientes niveles de desagregación social. Otra importante crítica teórica la constituye el hecho de que las privatizaciones sean evaluadas en términos estáticos de asignación de recursos, obviando los impactos sociales derivados de la concentración de la propiedad y del poder económico que están generando.

Citando a Hugo Nochteff, los autores denuncian "la no percepción de que muchas de las limitaciones de las políticas macroeconómicas provienen de la estructura y el desempeño económico y tecnológico de los sectores productivos (...) especialmente de las grandes firmas y conglomerados empresariales". Como se ve, una lectura nada ligera, pero imprescindible para salir del próximo verano conociéndonos un poco más.



...MENSION ...ONOCIDA

...putada en encuestas sobre el nivel de ...can que la demanda ha comenzado a ... junio, y que ya hay más empresarios ...ecto de la evolución de las ventas. Sin ...stas considera que el sector industrial ...no ha entrado en un proceso recesivo.

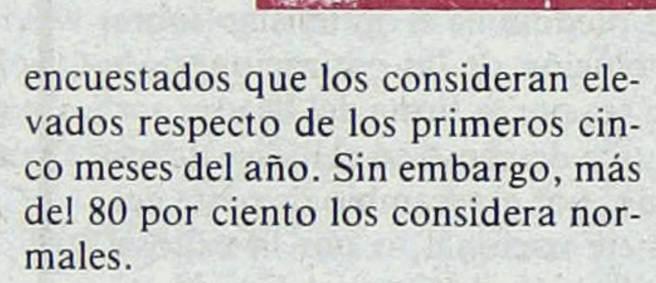
STOCKS
Industria manufacturera

PORCENTAJE DE RESPUESTAS: 100, 80, 60, 40, 20, 0, -20, -40
E F M A M J J A S O
ELEVADOS — NORMALES — BAJOS — SALDO

INDUSTRIA

En este momento el lector se estará preguntando: si la producción no ha caído y la demanda viene cayendo, ¿toda la mayor producción deberá estar incrementando los stocks? El gráfico que acompaña estas líneas nos ayudará a responder la pregunta. En él se pueden apreciar, para el promedio de la industria, el resultado de los que consideran a los stocks elevados, normales y bajos, a la vez que la línea llena muestra el saldo de las respuestas.

Nótese que en los últimos cinco meses ha aumentado el porcentaje de encuestados que los consideran elevados respecto de los primeros cinco meses del año. Sin embargo, más del 80 por ciento los considera normales.



La respuesta a esta pregunta puede resultar engañosa. Por un lado, al haber existido un fuerte incremento de las ventas el nivel de stocks deseados aumenta. De producirse una recesión, gran parte de los que actualmente los consideran normales pasarán a declarar que son elevados. Por otro, la optimización de inventarios del sector mayorista determinará que el sector productor eleve sus stocks por encima de lo que él mismo considera normal. Como ambos efectos se superpondrán en un futuro, nunca podremos "dividir" cuánto corresponde a cada uno de ellos.

Nuevamente debemos afirmar que el sector productor de bienes intermedios resulta el más perjudicado por los elevados stocks. Hasta aquí, podemos extraer una conclusión: si se está hablando de recesión en el sector industrial, la misma parece circunscribirse principalmente a los productores de bienes intermedios, excluido cemento.

Intentemos responder a la pregunta que dio origen a estas líneas: ¿ha entrado el sector industrial en un proceso recesivo como marcan las distintas publicaciones? Personalmente creo que no. Estimo que se debe de haber producido una muy fuerte reducción en los márgenes de comercialización (en algunos casos con pérdidas) que afectan la rentabilidad de los distintos procesos productivos. Nos deberemos acostumbrar a obtener ganancias por volumen y no por margen, situación que nunca hemos enfrentado en este país.

Todos los planes de estabilización tienen tres etapas bien definidas: el anuncio, el equilibrio de las cuentas fiscales y el ajuste del sector privado. Todos los intentos de estabilización realizados han cumplido la primera de las etapas. Hasta el presente ninguno ha podido cumplir la segunda; el actual es el que más cerca se encuentra de poder sortearla. La tercera etapa en los anteriores planes siempre nos fue desconocida. Parecería ser que en la actualidad estamos enfrentando esa "dimensión desconocida".

** Economista de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas.*

...ON



FINANZAS

El Buen Inversor

CAMBIÓ EL HUMOR

En la City mejoró el clima de negocios, lo que entusiasmó a los operadores luego de las fuertes heridas que sufrieron en el último semestre. De todos modos, nadie se quiere mostrar muy optimista y la prudencia es lo que predomina entre los financistas. El fuerte vencimiento de Bónex, en tanto, será salvado con los dólares gasíferos.

(Por Alfredo Zaiat) Por temor a pinchar el globo o porque las heridas del derrumbe de las cotizaciones aún no cicatrizaron, los operadores se cuidan de alentar la inversión bursátil pese a que vivieron una de las mejores semanas de los últimos meses. Reconocen que muy pocos se atrevieron a plegarse a esta corriente alcista y, como ya es costumbre en la plaza local, los inversores del exterior fueron los que aprovecharon los precios ganga de las empresas. Más allá de los vaivenes de las acciones, no pasó inadvertido entre los financistas el hecho de que el Banco Central haya podido recuperar los dólares que vendió en la corrida durante el mes más complicado en materia monetaria.

Es precisamente lo que pueda pasar en el frente monetario durante esta semana lo que terminará de definir la tendencia de la plaza bursátil. Los analistas técnicos arriesgan una trepada del MerVal —índice de las 14 principales acciones— hasta los 420 puntos e incluso los especialistas que prefieren analizar la marcha de las compañías más que las proyecciones numéricas a partir de series estadísticas, confían en que ese indicador alcanzará los 500 puntos antes de fin de año.

Más allá de estos deseos, la vedette de la City en estos días es la disponibilidad de fondos y su reflejo la tasa de interés. Esta semana se presenta bastante compleja para las cuentas de los bancos: se amontonan el vencimiento de pases (préstamos otorgados por el Banco Central hace un mes, a una tasa bajísima del 12 por ciento anual, y que en última instancia alimentaron la corrida de entonces) por 166 millones de pesos y el de los aportes previsionales por unos 550 millones.

Si la liquidación de dólares por parte de los agentes económicos continúa animada, ese estrangulamiento monetario pasará a ser tan sólo una anécdota. En caso contrario, la tasa saltará varios escalones y, como no podrá ser de otra manera, ha de impactar en las acciones y bonos. Pese a esa posibilidad entre los financistas predomina el optimismo sobre la evolución de las cotizaciones.

Ya sea por la firma del Brady, por el brusco descenso en el índice de inflación, por el recambio de parte del gabinete nacional, o por la exitosa privatización de Gas del Estado, el humor de los banqueros no es el mismo que el de hace un par de meses. En la City se vive un mejor clima de negocios, que por otra parte era pedido a rezos por los operadores para alejar el fantasma de la desocupación (en varias entidades financieras mayoristas y extrabursátiles se vivió en los últimos meses una profunda depuración de personal).

De todos esos factores que animaron el mercado, el más relevante para el Tesoro fue sin duda la venta de Gas del Estado. Y no solamente porque ingresaron en sus arcas casi 700 millones de dólares, sino que lo hicieron en el momento más oportuno. En los próximos días el Central deberá pagar nada menos que 780 millones de dólares por el vencimiento de la renta y amortización de los Bónex '84 y '89. Y bien se sabe que cuando el Gobierno pierde reservas la reacción del mercado no es para nada apacible. Esos dólares gasíferos entonces servirán para hacer frente a esos pagos sin disminuir las reservas que respaldan a la base monetaria, y de ese modo seguirán tranquilas las fieras de la City.



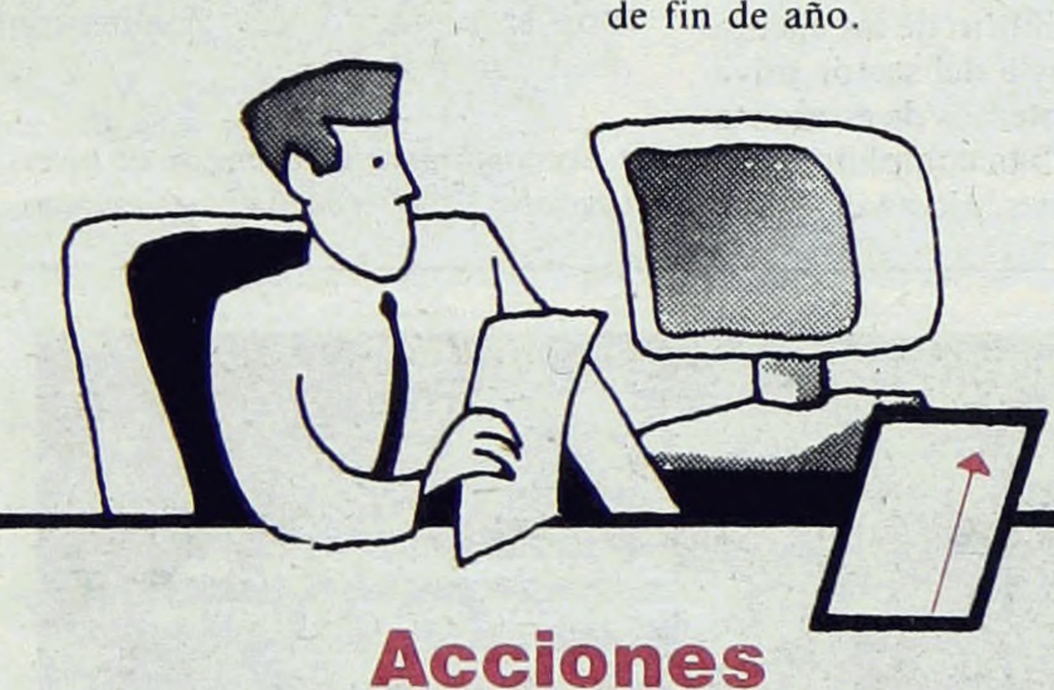
La cantidad de $ que existen
(en millones)

	en $	en u$s
Circ. monet. al 1/12	8054	8119
Base monet. al 1/12	9720	9798
Depósitos al 30/11		
Cuenta corriente	1631	1644
Caja de ahorro	1189	1199
Plazos fijos	3561	3590

Nota: La circulación monetaria es la cantidad de dinero que está en poder del público y en los bancos. La base monetaria son los pesos del público y de los bancos más los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente en el Banco Central. Se tomó el tipo de cambio correspondiente a cada fecha. Los montos de los depósitos corresponden a una muestra realizada por el BCRA.

Dólar
(Cotización en casas de cambio)

Viernes anterior	**0,9950**
LUNES	0,9930
MARTES	0,9910
MIERCOLES	0,9910
JUEVES	0,9920
VIERNES	0,9920
BAJA	-0,3%



Acciones

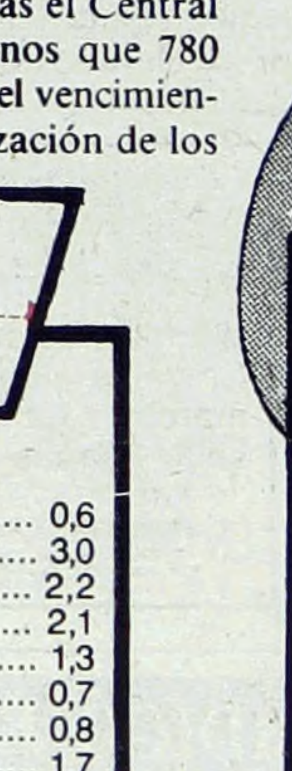
	Precio (en pesos)		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 27/11	Viernes 4/12	Semanal	Ultimos 30 días	Ultimos 12 meses
Acindar	1,45	1,64	13,1	-5,1	-54,8
Alpargatas	0,642	0,72	12,2	-16,3	-52,2
Astra	2,28	2,48	8,8	1,6	-24,0
Atanor	0,94	1,02	8,5	-38,2	-51,0
Bagley	5,10	5,75	12,8	-9,5	61,0
Celulosa	0,405	0,478	18,0	-1,4	-82,1
Comercial del Plata	4,60	5,30	15,2	26,2	9,1
Siderca	0,52	0,63	22,1	-21,3	-61,8
Banco Francés	6,75	7,75	14,8	6,2	13,7
Banco Galicia	3,98	4,55	14,3	7,8	-60,6
Garovaglio	2,60	2,75	5,8	-19,1	-71,1
Indupa	0,40	0,44	10,0	-40,5	-85,1
Ipako	1,93	2,10	8,8	-31,2	-72,6
Ledesma	0,445	0,56	25,8	-12,5	-66,3
Molinos	5,05	5,90	16,8	-15,1	-30,2
Pérez Companc	4,94	5,66	14,6	20,0	-30,5
Nobleza Piccardo	4,35	4,88	12,2	2,7	9,0
CINA (ex Renault)	26,00	28,90	11,2	5,1	298,6
Telefónica	2,73	2,86	4,8	2,9	—
Telecom	2,61	2,75	5,4	10,9	—
Promedio bursátil			**9,1**	**1,0**	**-19,2**

Inflación
(en porcentajes)

Diciembre	0,6
Enero 1992	3,0
Febrero	2,2
Marzo	2,1
Abril	1,3
Mayo	0,7
Junio	0,8
Julio	1,7
Agosto	1,5
Setiembre	1,0
Octubre	1,3
Noviembre	0,5
Diciembre*	0,5

Inflación acumulada desde noviembre de 1991 a noviembre de 1992: 18%.

** Estimada.*



Tasas

	Lunes	Viernes
Plazo fijo a 7 días	1,4	1,5
a 30 días	1,8	1,8
Caja de ahorro	0,7	0,7
Call money	2,0	2,3

Nota: La tasa de interés es efectiva mensual. Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la que reciben los pequeños y medianos ahorristas.



MANUEL POMAR
Senior Trader de Merchant Bankers Asociados (MBA)

—¿La suba de las acciones de esta semana se la puede definir como un cambio de la tendencia que dominó la plaza en el último semestre?

—No estoy seguro de que este repunte de las cotizaciones haya sido un cambio de tendencia. Cabe recordar que la corrida fue una señal del mercado al Gobierno para que éste acelere las reformas estructurales y para que empiece a mostrarse más prolijo en las cuestiones formales. Además, los operadores pedían que se fortalezca la línea Cavallo dentro del gabinete. El Gobierno reaccionó bien: anunció la dolarización, aceleró el tratamiento de la ley de reforma previsional y modificó parte del gabinete. El mercado entonces le dio una tregua. Pero no sé si se modificó la tendencia de la plaza accionaria. Lo que sí mejoró fue el humor de los operadores. El Gobierno obtuvo un crédito de los inversores, pero si se demoran las reformas estructurales creo que las turbulencias volverán a aparecer en marzo.

—Usted piensa, entonces, que la economía pasará un verano tranquilo…

—Sí, en la medida en que el Gobierno mantenga la actual iniciativa. Es muy fácil brindar las respuestas que solicitan los agentes económicos, pero lo importante es mantener el ritmo de las reformas. Hay que tener en cuenta que cada corrida posterior a la de noviembre será cada vez más fuerte. De todos modos hay que reconocer que Cavallo ha ganado tiempo para entrar en un año electoral que se espera que no sea motivo para sacrificar objetivos económicos por políticos.

—¿Desapareció el riesgo de turbulencias cambiarias en los próximos meses?

—No habrá corridas por estacionalidad en la demanda de dinero por parte del público (en enero y en febrero tradicionalmente aumenta la liquidez en el sistema). Sólo se producirán sacudidas cambiarias por cuestiones de incertidumbres políticas o económicas.

—¿Las tasas seguirán altas durante este mes?

—La tasa seguirá molestando en estos días, pero estimo que bajará hasta niveles del 20 por ciento anual, aunque no descarto picos del 40 por ciento.

—¿Y qué pasará con las acciones?

—Creo que los papeles empresarios tienen aún margen para subir. Me empieza a gustar la perspectiva de la plaza para el primer trimestre del '93.

—¿Cuál será el índice MerVal de fin de año?

—Pienso que se ubicará entre 410 y 420 puntos.

—¿Cómo armaría una cartera de inversión?

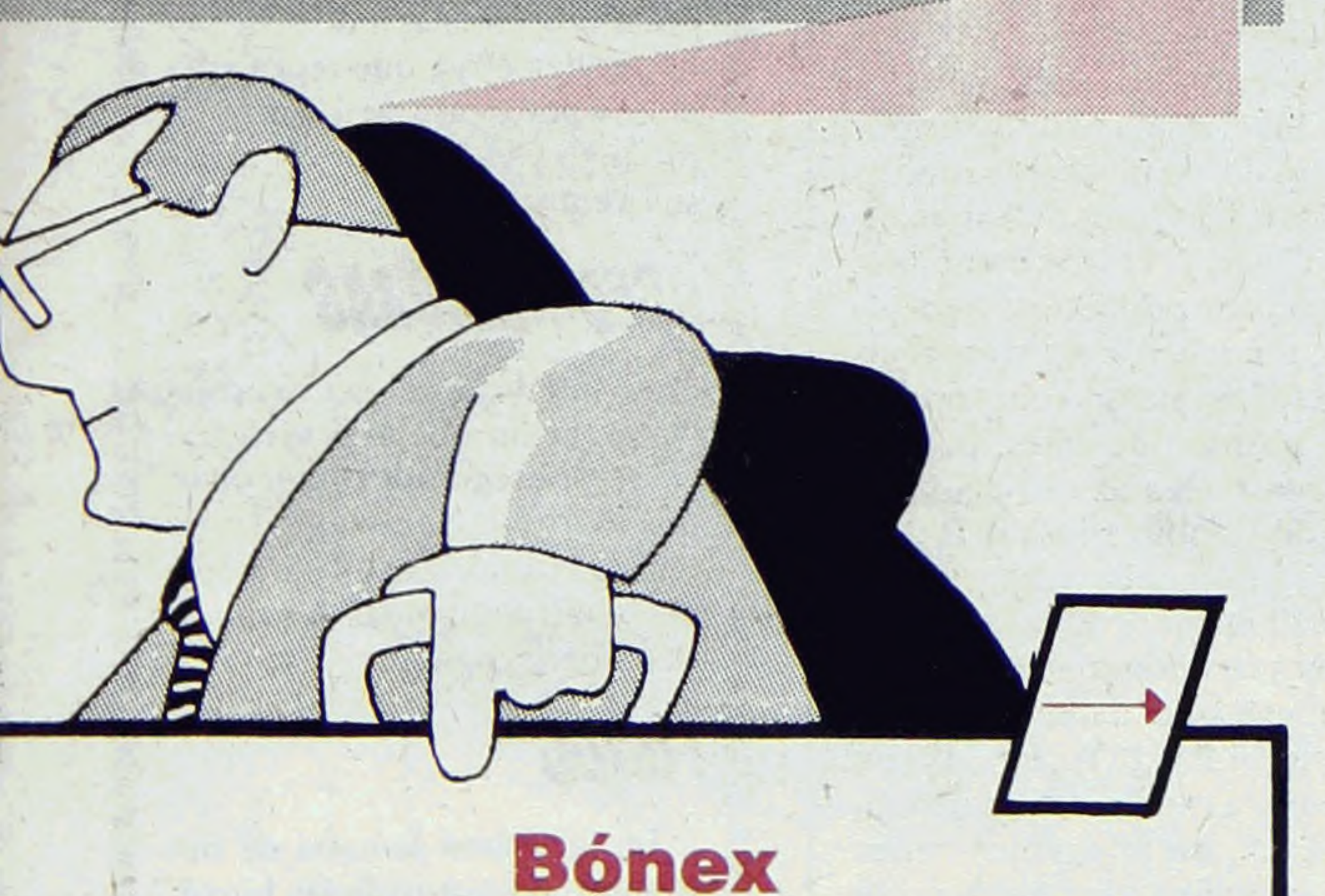
—Colocaría un 40 por ciento en BIC V, un 25 en acciones, un 20 en Bónex '89 y un 15 por ciento en un plazo fijo en pesos a 30 días.

—¿Qué acciones elegiría y cuál es la perspectiva de la plaza para el año próximo?

—Telefónica, petroleras y alimentarias. En un escenario optimista, las acciones subirán en promedio un 40 por ciento durante 1993.

—¿Usted apuesta a que la paridad cambiaria se mantiene 1 a 1 hasta fin del '93?

—Me juego hasta el tercer trimestre, que coincide con la fecha de las elecciones.



Bónex

Serie	Precio (en pesos)		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 27/11	Viernes 4/12	Semanal	Ultimos 30 días	Ultimos 12 meses
1984	91,30	90,15	-1,3	1,1	8,9
1987	82,40	82,10	-0,4	-0,5	4,8
1989(*)	78,10	72,60	-0,2	-1,6	3,4

Nota: Los precios son por las láminas al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

Bónex en dólares

Serie	Precio		Variación (en porcentaje)		
	Viernes 27/11	Viernes 4/12	Semanal	Ultimos 30 días	Ultimos 12 meses
1984	91,00	91,50	0,6	1,6	10,4
1987	83,30	83,00	-0,4	-0,8	4,5
1989(*)	78,75	73,35	0,0	-1,5	3,5

Nota: Son los precios que hay que pagar por las láminas de 100 dólares.
(*) Cortó cupón de renta y amortización.



POR DANIEL SOSA



Presidente ruso, Boris Yeltsin.

En medio de la hiperinflación, la escasez y la inestabilidad política, Rusia inició un masivo proceso de privatización para crear los capitalistas que la saquen de la crisis.

Las reformas económicas (I)

CREANDO MANAGERS

Los aprietos, sin embargo, durarán dos o tres años más, según coinciden analistas occidentales. Con esta nota se inicia una serie dedicada a abordar el proceso de cambios en los países que salieron de economías centralizadas y pusieron proa a sistemas de mercado.

Un "terrible desorden". Tal la perspectiva para Rusia por varios años, según Stanley Fischer, el catedrático de Economía del MIT (Massachusetts Institute of Technology) en un artículo que formó parte de un suplemento especial sobre las reformas en el Este y América latina publicado por el diario español *El País*.

Las posibilidades del ex corazón del comunismo mundial, sin embargo, son "impresionantes" más allá de los constantes sobresaltos, según el analista. "Creo que gradualmente, una vez que se salga de este caos, después de descensos en el PIB que pueden prolongarse otros dos o tres años, se producirá un cambio de tendencia." Las razones para confiar a largo plazo no son pocas: sólida base tecnológica, dotación de capital humano y fantásticos recursos naturales.

A la luz de esa proyección poco sorprenden las noticias provenientes de Moscú sobre la *inestabilidad* que reina en el país, como el rechazo del Parlamento al programa de Boris Yeltsin para combatir la crisis económica, en los últimos días de noviembre.

También sobran muestras de *reconversión*: ése es el caso de los oficiales del Ejército Rojo despedidos por falta de presupuesto y reentrenados como inspectores de impuestos. Todo ello en un marco de aguda crisis financiera: se pospuso un acuerdo con el Club de París, que exige pagos por 5000 millones de dólares para 1993, mientras los funcionarios rusos dicen que no pueden asignar a ese fin más de 2500 millones.

Pero, simultáneamente, continuó avanzando el plan de privatización iniciado en octubre, de características únicas por su extensión, orientado a crear la clase de propietarios que sostenga el capitalismo en ciernes. "Nosotros hemos llegado a la línea de salida mucho más tarde que los demás; por eso, para salvarnos, hemos de correr más", justificó el diputado Piotr Filippov, titular del comité parlamentario encargado de la privatización.

Con esa prisa, apenas unos meses después de que se pusiera en marcha la transferencia de los comercios y las pequeñas empresas, el gobierno ruso sacó a la venta 5603 empresas medianas y grandes (la cifra es ampliable a medida que avance el proceso).

El elemento clave del programa es el cheque de privatización, o *voucher*, que se está repartiendo de forma casi gratuita (unos 25 rublos, es decir, 10 centavos de dólar) entre toda la población, incluidos los bebés recién nacidos, que equivale a unos 40 dólares al comenzar el reparto y que al 31 de diciembre —al finalizar— representará 20 o menos dada la desvalorización acelerada de la moneda rusa.

El voucher fue presentado como un instrumento para restituir a la población una parte de aquello que "le ha sido robado durante decenios" de comunismo, según Filippov. "El que quiera ser propietario lo podrá ser y el que quiera cambiar el cheque por una botella de vodka, que lo haga." Y para evitar que esos papeles pierdan valor se ampliará su poder de compra a los terrenos que ocupan las empresas, camiones y otros equipos.

Contra este modelo de traspasos acelerados, el diputado moderado Vitali Vitebski lamenta que el proceso se haya planteado de manera totalmente desligada del de reconversión de la industria.

El gobierno considera que sólo la rápida privatización puede animar la economía, porque los medios de control gubernamental han desaparecido y deben ser rápidamente sustituidos por mecanismos de mercado. Pero la oposición aboga por un apoyo selectivo a la reconversión de sectores con futuro como única forma de salvar la industria nacional.

En tanto, las decisiones clave del proceso reposan en los colectivos de trabajadores que eligen entre los tres mecanismos previstos en el programa. Aproximadamente la mitad de las asambleas optó por tratar de conseguir la mayoría de las acciones permitidas (la mitad más una). El resto saldrá a subasta y podrá ser comprado con los voucher y en la Bolsa.

La vía más fácil, que supone la renuncia del control, fue apoyada por aproximadamente un tercio de las asambleas. En este caso, el colectivo laboral recibe el 25 por ciento de las acciones gratuitamente —aunque sin derecho a voto— y entre directivos y trabajadores pueden adquirir un 15 por ciento más del capital con derecho a voto. El resto de las acciones también se subastará o se venderá en la Bolsa. Una tercera opción, escasamente apoyada, deja a la empresa en manos de la actual dirección, pero le impone severas condiciones.

Hasta que pueda realizarse la apuesta al mercado con todas las fichas, habrá que atravesar una transición candente, hiperinflación incluida: hasta mayo los precios habían sumado 700 por ciento y los cálculos más optimistas hablan de 1200 para todo el año.







ENFOQUE

(Por Marcelo Zlotogwiazda) "El sistema de Caja de Conversión, que fue aplicado en los regímenes coloniales de Africa, Asia y el Caribe, ahora sobrevive sólo en algunos pequeños paises como Singapur, Brunei y Hong Kong. Su principal característica es que la Caja está en condiciones de canjear la moneda doméstica por las divisas que tiene en sus reservas a un tipo de cambio fijo... Esta disciplina de convertibilidad y la imposibilidad de financiar con emisión un déficit fiscal también fue característica en Gran Bretaña y Francia durante buena parte del siglo XIX."

El que escribió lo anterior en un diccionario económico no editado en castellano fue Alan Walters. Además de demostrar lo poco de novedoso u original del esquema de convertibilidad que el martes pasado sopló en Argentina las velitas de sus veinte meses, el paper tiene párrafos enteros que bien podrían formar parte de un discurso de Cavallo: (la convertibilidad) despolitiza el sistema monetario... le da credibilidad al tipo de cambio fijo de forma tal que la gente que quiere mantener su dinero en cualquiera de las dos monedas sabe que va a conservar su valor... e impide que los gobiernos utilicen el tipo de cambio para intentar resolver problemas políticos o sociales. Estas limitaciones, que alguna vez fueron consideradas como defectos, ahora son mayoritariamente aceptadas como virtudes. El evidente fracaso de las políticas que buscaron promover el crecimiento o la equidad con medidas inflacionarias puede llegar a crear un nuevo respeto por el sistema de la Caja de Conversión.

A esta altura, en la Argentina está sobradamente internalizada la idea de que una economía con convertibilidad y déficit fiscal es algo asi como un vaso lleno de agua y aceite. Tampoco en eso hay nada de novedoso. A mediados del siglo pasado, en plena convertibilidad británica, el Chancellor of the Exchequer (especie de ministro de Economía) del gobierno gladstoniano, Robert Lowe, definió a los ministros de Hacienda como "esos animales que tienen que conseguir superávit fiscal". Dijo *superávit* y no *equilibrio* fiscal por la sencilla razón de que Inglaterra estaba por entonces obligada a pagar su deuda externa. Como se ve, no es nada raro que Cavallo aparezca como un *animal* obsesionado por cobrar más de lo que gasta: es una condición necesaria para que su programa se mantenga a pesar de los fabulosos gastos que les significarán a las cuentas públicas la hipoteca por treinta años que él le dejará al país hoy al mediodía cuando firme el acuerdo Brady con la banca acreedora.

Tal vez lo único distintivo de esta experiencia de convertibilidad sea que el superávit fiscal depende casi exclusivamente de los ingresos por privatizaciones. Curiosamente, Alan Walters no es un experto en asuntos monetarios sino en privatizaciones: no sólo fue uno de los máximos teóricos sino, además, el principal ejecutor de la política privatizadora de Margaret Thatcher. Walters, que en sus escritos solía poner como ejemplo a la privatización del transporte automotor de Buenos Aires de la época de Frondizi, tal vez en los próximos papers haga referencia a las privatizaciones de Menem. Y si vuelve a tratar la convertibilidad seguramente incluirá a la de Cavallo.

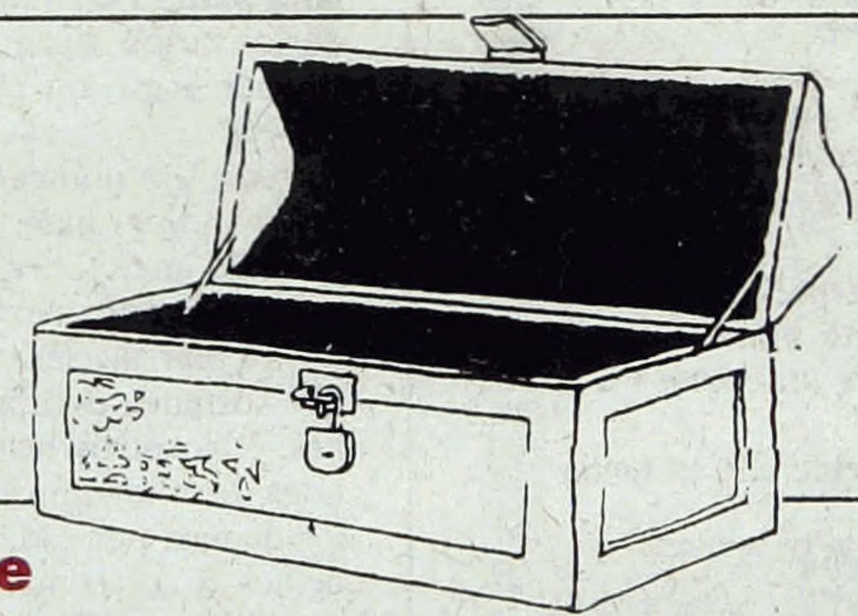
No obstante su convencida propaganda a favor de la convertibilidad, Walters no es nada optimista acerca de su propagación: "El requisito fundamental para un sistema de ese tipo es que aun en las condiciones más adversas la comunidad financiera tenga fe de que el gobierno honrará su obligación de canjear todo el dinero al tipo de cambio especificado. Pocos gobiernos del Tercer Mundo generan semejante credibilidad".

Hasta el momento la convertibilidad de Cavallo es una excepción, que para algunos es transitoria y que para otros conserva chances de perdurabilidad. Los optimistas, entre ellos el propio equipo económico, sumaron esta semana otro argumento: justo en el primer mes de vigencia de la devaluación encubierta anunciada el 28 de octubre pasado, lejos de haber aumentado como pronosticó la mayoría, la tasa de inflación al consumidor se redujo del 1,3 al 0,5 por ciento, y los precios mayoristas directamente cayeron el 1,8 por ciento. Datos más que auspiciosos para que aquellos que son proclives a alentar el plan sostengan que de continuar ese comportamiento de precios el atraso cambiario dejará de ser problema.

Sin embargo, una lectura más detenida de las estadísticas de precios de noviembre no da pie para tanto optimismo. En primer lugar, porque la diminuta inflación minorista tiene como causa casi exclusiva al rubro Alimentos y Bebidas, que cayó un 0,8 por ciento debido a las mismas razones de estacionalidad que en noviembre del año pasado permitieron que el índice general de precios fuera de apenas el 0,4 por ciento. Pero los restantes rubros, en particular los servicios, siguieron con alzas que a la larga son incompatibles con el congelamiento cambiario. En cuanto a la deflación mayorista, además de la caída estacional de los precios agropecuarios hay que contabilizar la considerable reducción del precio del gas oil que provocó el Gobierno al recortar la carga impositiva sobre ese combustible, que es una jugada imposible de repetir con demasiada frecuencia. De todos modos, es indudable que las cifras que difundió el INDEC alcanzan para oxigenar un programa económico que pivotea sobre la misma lógica monetaria que se aplicó en muchas de las colonias.

EL BAUL DE MANUEL

Por M. Fernández López



Espíritu del '76

No debe la economía promover ciertos sectores productivos, sino aumentar los bienes disponibles, así vengan por importación. El salario es capital circulante: aumenta si antes se acumula capital. El capital busca su propio beneficio y sin proponérselo crea bienestar para todos. Ideas que escribió en un pueblito de Fifeshire —de población 20 veces menor a la del Buenos Aires de entonces— entre mayo de 1767 y abril de 1773, Adam Smith, y que hoy hace suyas el actual programa económico. Pero la *Riqueza de las naciones* (1776) decía más: que no sólo cuenta el monto de los bienes, sino su adecuado reparto; que el ajuste recesivo mata a los hijos de los pobres; que el Estado debe educar gratis a hijos de trabajadores; que la empresa privada es propensa a estafar y explotar al público; que el cobro de peajes es desaconsejable; que en la negociación laboral y salarial el trabajador está a merced del empleador; que si el monopolio es inevitable, debe manejarlo el Estado; que el Estado representa sólo a los propietarios. Y otras ideas, que los economistas de *primera B* (dicho con todo respeto, en honor a su afán por conseguirnos el ascenso al mundo de primera), tienen poco o nada en cuenta.

Al morir Smith, en 1790, su obra se hizo programa para Inglaterra y sus empresarios. Vino un siglo de feroz explotación del trabajo. Stuart Mill (1848) escribió: "¿Aliviaron las invenciones mecánicas la fatiga diaria del ser humano? Sí permitieron que más gente viva con igual penuria y estrechez, y que hagan fortunas un número mayor de manufactureros". En 1891 León XIII lo confirmaba: "Un número sumamente reducido de opulentos y adinerados ha impuesto el yugo de la esclavitud a una muchedumbre infinita de proletarios"; observaba la "acumulación de riquezas en manos de unos pocos y la pobreza de la inmensa mayoría", y cómo se entregaba "a los obreros, aislados, a la inhumanidad de los empresarios y a la desenfrenada codicia de los competidores".

Después Bismarck, socialistas y cristianos construyeron un derecho social. Keynes inventó la indignidad de la falta de empleo. Aquí, Palacios y Perón establecieron la justicia social. La Constitución del '49 y la que nos gobierna incorporaron la política laboral justa, el derecho al justo salario y al empleo, y la seguridad del trabajador y su familia. Hoy se busca licuar todo eso, volver a entregar a los obreros a la codicia empresaria, volver a antes del '45, al capitalismo salvaje. Por eso cabe entender que cuando el Gobierno condena a quienes "se quedaron en el '45", busca retroceder a fechas aún anteriores. ¿A 1776? Si es así, nuestro futuro está escrito. Veálo releyendo esta nota desde el principio.

Atreverse

Cinco siglos no es poco. Y un mecanismo económico válido por tanto tiempo, en escenarios y épocas disímiles, merece la mayor atención. Aludimos a la influencia en el tipo de cambio de los niveles de precios domésticos e internacionales. Advertida por la "escuela de Salamanca", Gerard de Malynes y David Ricardo, Cassel (1918) la llamó teoría de la "paridad del poder adquisitivo". Su versión *positiva* es: $t = p/p'$, donde *t* es la cotización del dólar en pesos, *p* nuestro nivel de precios en pesos, y p' el ídem extranjero, en dólares. La versión *comparativa* es: $T = P - P'$, donde las letras significan lo mismo que antes, pero se expresa en sus cambios porcentuales. En un mercado cambiario libre, no puede mantenerse $T = 0$ (sistemas de cambio fijos) si P y P' son distintos.

La combinación *mercado libre + convertibilidad* + ($T = 0$), representa el actual régimen cambiario argentino y el antiguo esquema del Fondo Monetario Internacional. No se sostiene en el tiempo si P y P' difieren de un modo persistente. Por ejemplo, si $P = 18\%$, $P' = 4\%$ en un año, T no puede ser $= 0$ indefinidamente. En el mismo período, debe situarse en $T = 14\%$. Si se mantiene $T = 0$, los argentinos tienen aliciente para gastar afuera o importar, y los extranjeros encuentran en el país un nivel de precios caro. Eso efectivamente ocurre hoy, y se refleja en la brecha creciente de importaciones superiores a exportaciones, justo el caso peor para un país que necesita divisas para atender la deuda externa. Antes, el FMI diagnosticaba un "desequilibrio fundamental", prescribía devaluar para "blanquear" el deterioro cambiario ocurrido, y un plan de estabilización, para bajar P al nivel de P' y permitir el mantenimiento en el tiempo de un nuevo tipo de cambio fijo. Hoy esa música no se oye más, porque el mundo usa cambios flexibles, excepto aquí.

El Gobierno adoptó una paridad cambiaria fija sin antes resolver el problema inflacionario (fijó $T = 0$, sin tener $P = P'$). Y en 20 meses se acumuló un importante valor de P. Sólo se benefician quienes transfieren fondos al exterior (¿usted me entiende?), pero se resiente la generación de divisas por el comercio exterior. ¿A cuál alternativa se atreverá el Gobierno?: 1) Fijar otra paridad por decreto, antes del 1/5/93, que convalidaría un Parlamento todavía adicto, una devaluación al modo de Krieger Vasena (1967), plena en efectos financieros y compensada en los reales; 2) arrojar una bomba neutrónica en la sociedad, suprimiendo todo resguardo laboral y bajando el salario real a la mitad, con un claro efecto electoral; 3) dejar que todo vuele por los aires, a la manera del *Doctor Insólito*, aquel singular pero no imposible personaje de Peter Sellers.

BANCO DE DATOS

TERRABUSI

La empresa de galletitas de Gilberto Montagna pagará 165.000 dólares por la transferencia de tecnología y utilización de marcas comerciales de la compañía italiana Bauli, acuerdo detallado en *Banco de Datos* del 1° de noviembre. El pago se realizará en tres cuotas iguales —la primera venció en octubre—. El convenio de Terrabusi con la empresa de Verona, Italia, prevé la instalación de una línea de producción, con equipamiento de última generación, destinada a la elaboración de una gama de productos denominados Pandero, Panettone y Pandorino. Terrabusi girará a su socio, en concepto de regalías, transferencia de tecnología y utilización de marca comercial, un porcentaje de las ventas de los productos de la nueva línea. Con respecto a las regalías, se parte de un 2 por ciento del total hasta alcanzar el 1,3 por ciento a mediados de 1996, mientras que por el uso de la marca Terrabusi abonará el 0,5 por ciento de las ventas netas, con un mínimo garantizado de 50.000 dólares.

BAESA

La principal embotelladora de Pepsi-Cola en el país casi duplicó su facturación en menos de 12 meses. BAESA había vendido en el ejercicio cerrado el 31 de julio del año pasado un poco más de 83 millones de pesos, mientras que desde esa fecha hasta el 30 de junio facturó nada menos que 151 millones. La empresa que inició su cotización pública el 5 de junio de este año está bajo el mando de Argentine Bottling Associates, constituida en Puerto Rico, y controla las siguientes compañías: la planta embotelladora SYDECAR, BACSA y las concesiones de Seven Up Containers. Faltando un trimestre para el cierre del ejercicio, BAESA acumula una ganancia de 23,4 millones de pesos, que representa el 19,4 por ciento de su patrimonio neto y el 15,4 por ciento de sus ventas.

ASEGURADORAS

El intenso proceso de reestructuración que está viviendo el sector asegurador tuvo otros dos retiros: la Superintendencia revocó la autorización para operar a las compañías Nación y Panamericana.

FONDO

En la última semana de noviembre las autoridades bursátiles no podían salir de su asombro: un fondo de inversión regional solicitaba la oferta pública para cotizar sus acciones en el recinto de Buenos Aires. El fondo denominado The Latin American Discovery Fund (LADF) fue creado a fines del año pasado por el Morgan Stanley International con un capital de 60 millones de dólares (4 millones de acciones, suscriptas a 15 dólares cada una). Tiene como política de inversión adquirir acciones de empresas cotizantes en los mercados de la Argentina, Chile, Brasil y México. Se comprometió a colocar un máximo del 80 por ciento de su capital en acciones de sociedades de esos países, mientras que el resto se mantendrá líquido en dólares.